

2020年07月08日

航天发展 (000547.SZ)

导弹储备与实战化训练有望带动业绩快速增长

■ 电子蓝军龙头，导弹储备与实战化训练核心受益标的

以火箭军、空军等导弹为代表的武器装备不断推陈出新及我军实战化训练增加，各型武器系统及装备均面临实战化条件下的测试、试验、标校、评估和训练问题，将不断带动电子蓝军业务测试保障需求增加，子公司南京长峰作为电子蓝军及电磁安防领域龙头企业，2019年实现收入(18.40亿元,+17%)，利润(3.15亿元,+70%)，考虑公司电磁科技业务较为稀缺，有望核心受益于导弹上量及实战化训练等带来项目系统化、大型化及高附加值化，预计将保持高速增长。

■ 打造网络安全国家队，有望成为公司重要业绩贡献点

公司立足国家网络安全需求，重点以公安、网信、运营商和航天科工集团网络安全需求为牵引，根据业绩承诺，2020年网络安全三家子公司将合计实现净利润1.68亿元，在疫情影响、公安部大力推动信息化建设成立大数据局以及网络安全已成为中央企业负责人经营业绩考核指标的时代背景下，预计将大概率超额完成业绩承诺，网络信息安全业务将成为公司的重要业绩贡献点，此外，根据重组报告，公安部三所持有锐安科技54%股权，公司也将推动尽快取得锐安科技的控制权，关注后续进展。

■ 投资设立微系统研究院，微系统业务或逐步做实

公司公告联合集团相关单位共同设立微系统研究院，注册资本10亿元，将成为集团微系统领域的支撑单位，依托航天科工市场，着力推进雷达和弹载系统的微小型化、芯片化及综合化，实现核心部件的自主可控。微系统研究院虽2018年11月成立，2019年已经实现收入1.39亿，考虑到当前基数较低以及自主可控的需求，有望继续保持高速增长。

■ 指控通信业务存在业绩弹性，正处于业绩转型阶段

子公司重庆金美是我国军用战术通信系统核心设备供应商，当前公司持股69.23%，公司指控通信业务正稳步推进多个重大项目，在巩固现有战役战术通信系统基础上，开发新一代指控信息系统技术，大力拓展军兵种和专网通信市场。此外，公司已顺利通过航天科工集团5G产业发展立项批复，为军用通信产业升级发展奠定坚实基础。考虑到互联互通或是军队信息化建设的重中之重，公司指控通信业务有望实现恢复性增长。

■ 集团电子信息技术产业化集成平台，关注后续集团相关安排

公司以电子信息技术为核心，通过新产业布局和非核心业务剥离，业务板块逐步清晰，目前已形成电磁科技工程、网络信息安全、微系统、指控通信等几大核心主业，是航天系统纯正的国防信息化标的。6月10日，集团董事长高总指出要将公司建设成集团电子信息技术产业化集成平台，成为集团公司新的增长极。当前，集团及相关方合计持有公司21.59%股权，持股比例仍较低，关注后续集团相关安排。

公司分析

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**

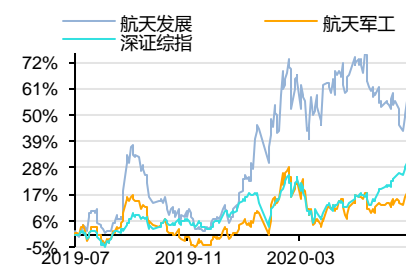
维持评级

股价 (2020-07-07) **15.39 元**

交易数据

总市值(百万元)	24,711.40
流通市值(百万元)	18,551.18
总股本(百万股)	1,605.68
流通股本(百万股)	1,205.41
12个月价格区间	9.17/16.19 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.74	-20.84	26.28
绝对收益	9.49	2.94	61.05

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

相关报告

航天发展: 业务布局全面清晰,2020Q1 扣非归母净利润增长 55%/冯福章	2020-04-30
航天发展: 子公司南京长峰 Q1 新签合同金额同比 +248.52%, 公司全年有望保持快速发展/冯福章	2020-04-12
航天发展: 员工持股平台减持压力不大, 集团相关方持股比例较低不排除集团增持可能/冯福章	2020-03-10
航天发展: 电子蓝军、网络安全、微系统布局不断深化, 业绩高速增长可期/冯福章	2020-02-21
航天发展: 被低估的纯正国防信息化标的, 电子蓝	2020-01-16

■投资建议：公司内生与外延并重，是被低估的纯正国防信息化标的，也是集团“电子信息技术产业化集成平台”。公司以电子信息为核心，其中电磁科技业务较为稀缺，高速发展；通过收购锐安科技等，依托航天科工集团和公安部三所打造网络信息安全国家队，贡献业绩增量；成立微系统研究院，实现核心部件自主可控，发展可期。我们预计公司2020-2022年净利润分别为9.39、11.77、14.13亿元，对应PE分别为26、21、17倍，维持“买入-A”评级。

■风险提示：业务发展低于预期；收并购等资产整合进程不及预期

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,515.8	4,039.3	5,205.4	6,695.2	8,518.3
净利润	448.3	675.3	939.7	1,176.7	1,412.6
每股收益(元)	0.28	0.42	0.59	0.73	0.88
每股净资产(元)	4.28	4.87	23.95	26.83	30.18

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	54.4	36.1	26.0	20.7	17.3
市净率(倍)	3.6	3.1	0.6	0.6	0.5
净利润率	12.7%	16.7%	18.1%	17.6%	16.6%
净资产收益率	6.5%	8.6%	10.7%	12.0%	12.8%
股息收益率	0.0%	0.6%	1.2%	2.0%	3.2%
ROIC	14.1%	13.2%	16.0%	18.6%	19.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

1. 导弹领域有望在多重背景驱动下保持高景气，电子蓝军龙头或将核心受益

1.1. 导弹领域有望在多重背景驱动下持续呈现高景气

1) 与先进平台匹配切实形成实质战斗力。伴随我国国防建设推进，我军海陆空平台装备的数量同步也在不断增加，尤其以 20 系列为代表的新式航空装备等正处于换装列装的高峰。因此，也需要大量与之相匹配的导弹武器装备，切实形成实质战斗力；

2) 导弹战略储备需求增加。现代战争中导弹在精确打击对手的重要战略目标、航空对战中扮演重要的角色，且由于其在战争中消耗数量极其庞大，因此导弹战略储备也显得尤为为重要。例如：2003 年的伊拉克战争，美英联军精确制导弹药使用量占总投弹量的 68%，使用战斧导弹 955 枚、空对地 2148 枚、精确制导炸弹 8716 枚，精确制导武器的消耗量巨大；

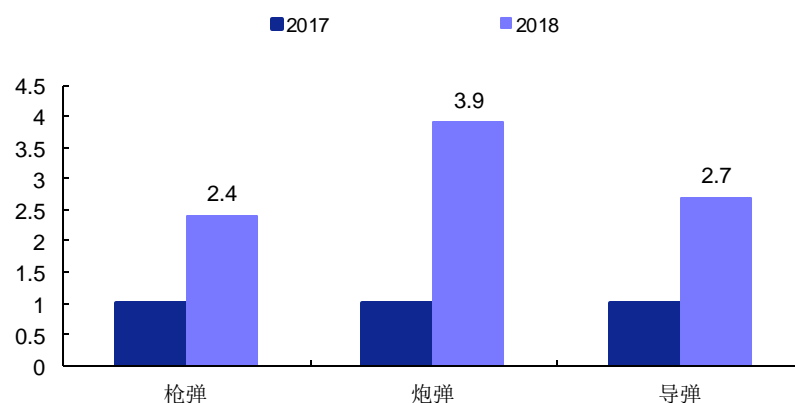
3) 实战化训练带来消耗需求大幅提升。全军继续加强练兵备战，强度、程度、时间等继续加强。根据解放军报报道，解放军诸多前沿主战部队的炮弹及导弹消耗量已经呈现翻倍态势，东部战区陆军某旅 2018 年枪弹、炮弹、导弹消耗分别是 2017 年的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍。由此推测，在实战化训练继续加强背景下，我国对导弹的需求将会进一步的提升，以满足训练的需求量。

表 1：中央对实战化训练重视程度逐年上升

时间	事件
2016 年 6 月	全军实战化军事训练座谈会召开，习主席亲自参加和领导指挥重大演训活动
2016 年 11 月	中央军委印发《加强实战化军事训练暂行规定》，自 2016 年 11 月起实行
2018 年 1 月	中央军委隆重举行 2018 年开训动员大会，习近平向全军发布训令
2019 年 2 月	发布《中国人民解放军军事训练监察条例（试行）》，进一步保障全军军事训练实战化水平的提升
2020 年 1 月	习近平签署中央军委 2020 年 1 号命令，向全军发布开训动员令

资料来源：人民网-军事，安信证券研究中心

图 1：东部战区某旅导弹消耗呈现倍数增长



资料来源：解放军报，安信证券研究中心

我们认为，在习主席和中央军委多次强调全军要大力推进实战化训练的时代背景下，以火箭军、空军等导弹为代表的武器装备不断推陈出新，将不断带动公司电子蓝军业务测试保障需求增加，航天发展作为电子蓝军及电磁安防领域龙头企业，有望成为武器装备研制试验现场及部队演习训练场的重要受益标的。

1.2. 电子蓝军龙头，导弹储备与实战化训练核心收益标的

电子蓝军龙头企业，有望充分受益于导弹储备及实战化训练提升。公司作为国内电子蓝军龙头，以南京长峰、仿真公司、北京欧地安等子公司为主，收入主要来自军方及科研院所等的科研保障费用，源于导弹等需求带动的内场射频仿真试验系统集成化程度提高以及外场靶船消耗，且考虑导弹型号增多及军方对复杂电磁环境下战技指标考核要求，对“电子蓝军”等设备系统的需求愈发旺盛，各型武器系统及装备均面临实战化条件下的测试、试验、标校、评估和训练问题。公司的电磁科技业务较为稀缺，实战化训练等带来项目系统化、大型化及高附加值化，预计将保持高速增长。

南京长峰，“电子蓝军”的绝对龙头。根据公告，南京长峰是国内“电子蓝军”的主要的系统及设备供应商，处于绝对优势地位，2019年实现收入（18.40亿，+17%）、净利润（3.15亿，+52%），主要业务包括室内射频仿真试验系统（系统建设项目，预计单个项目价值在千万级别甚至更高）、有源靶标模拟系统（靶船等消耗品）、仿真雷达系统等，通过在室内或靶场构建电子目标场景和复杂电磁环境，对武器系统及装备作战目标和外部电磁环境的仿真模拟，为军方现役装备、在研装备提供试验、标校、评估和训练手段。根据2019年12月航天科工集团董事长高红卫的要求，要进一步朝着数字蓝军和蓝军装备的系统建设迈进，提升公司整体战略地位。

电子蓝军业务毛利率水平较高，仅内场仿真实验系统市场空间每年10-20亿元，导弹等武器型号及实战化训练有望贡献新市场空间弹性。公司占据电子蓝军的主导地位，具备一定话语权，且产品多为定制化，主要集中在科研测试阶段，因此毛利率水平较高。公司电子蓝军收入来源主要来自军方及科研院所等的科研保障费用，源于各院所内场射频仿真试验系统集成化程度提高、不断更新换代以及外场靶船等消耗。就市场空间而言，以内场室内射频仿真试验系统为例，一方面作为军方及相关科研院所武器装备测试的保障项目，另一方面跟随不同的重大型号工程会有新的建设需求。我们根据系统建设项目费用并对军方、相关院所的需求进行测算，预计仅该系统总体市场规模空间在几十亿元左右。但考虑到随着信息化程度、系统化集成度的提高，系统建设的费用不断提高，且每2-3年系统更新换代一次，因此我们根据院所数量、产品价格等预计每年市场空间至少在10-20亿左右，并呈稳步增长态势。此外，在外场测试中，标靶多作为消耗品，随着导弹等武器型号的增多及实战化训练的要求，有望为公司提供较大的市场空间弹性。

电磁科技工程涵盖电子蓝军、电磁安防、军用仿真业务为一体，从技术上看处于武器系统、雷达、电子战的交叉领域。随着2012年底原总装备部下达复杂电磁环境下战技指标考核要求，部队及国防工业部门对“电子蓝军”等设备系统的需求越来越强烈，各型武器系统及装备均面临实战化条件下的测试、试验、标校、评估和训练问题。预计随着装备信息化建设叠加导弹上量以及实战化训练推进，尤其是系统级工程的推进，十三五末期及十四五仍将保持高速增长，存在业绩弹性，2020年增长较为确定。

2. 打造网络安全国家队，或将成为公司重要业绩增长点

收购锐安科技等 3 家标的，布局网络信息安全业务。公司以 10.69 元/股发行 1.36 亿股作价 14.60 亿元购买锐安科技 43.34% 股权、壹进制 100% 股权、航天开元 100% 股权，以党政、国防、金融、电信等关键行业信息安全建设及应用需求为重点，积极拓展信息安全业务。公司将以壹进制为实施主体布局面向云计算和大数据的自主可信备份容灾系统，以航天开元为实施主体建设面向信息安全的运营云服务平台，以锐安科技云计算和安全大数据平台的主体架构为基础，融合壹进制和航天开元在数据安全、应用安全层面的技术优势，为公司及航天科工核心产业和外部众多用户提供坚实、可靠的安全可靠的云计算和安全大数据平台基础设施。此外，根据重组报告，公安部三所持有锐安科技 54% 股权，公司也将推动尽快取得锐安科技的控制权，关注后续进展。

1) 锐安科技是国内为数不多具备核心平台层建设能力和应用的厂商之一，政府部门等对公司营收贡献率约为 75%-95%。锐安科技主营业务为信息安全（提供安全硬件、安全软件等安全产品，实现信息安全产业链条上的数据采集分流、防火墙、安全监测、边界防护、运维分析等重要功能）、政府和企业大数据服务（作为信息系统集成商，大部分属于定制化集成项目，应用产品主要提供政府数据应用和舆情服务，并主要为公安、网信办等政府部门提供服务）两大板块，2017 年大数据服务收入占比 82%。公司以研发为核心竞争力，自主研发并搭建了大数据服务基础架构，掌握大数据采集、数据处理、数据治理和大数据业务应用等数据全流程全生命周期的核心技术，是同行业唯一在全产品线自研的企业，自主研发数据采集分析和安全大数据平台 Ayena，覆盖 200 多个城市，政府和企业市场积累深厚。

2) 壹进制主要从事数据保护类产品，处于高速发展阶段。壹进制主要提供数据安全与业务连续性管理软件开发、产品、解决方案及服务，主要产品为数据保护及安全存储类产品，其中数据保护类产品应用于企事业单位业务数据的存储、集中管理和备份，在业务数据遭到破坏时，提供恢复方案，收入占比 90% 以上。

壹进制自主研发生产的“黑方数据备份与恢复系统”作为数据备份一体机，列入了由国家互联网信息办公室会同工业和信息化部、公安部、国家认证认可监督管理委员会等制定的《网络关键设备和网络安全专用产品目录（第一批）》，并通过国家相关机构的安全检测认证，获得了国家信息安全产品 3C 认证、国家保密局涉密产品认证、军用信息安全产品军 B 级认证和公安部信息系统安全专用产品销售许可证；并在医疗卫生和教育等行业获得有力支持。

3) 依托航天科工，航天开元积极拓展电子政务等安全可靠应用领域。航天开元为航天科工集团下属公司，主要产品为电子政务系统产品、OFD 版式软件产品以及智能文件系统产品，是国家秘密载体传递定点研发生产单位，能够提供具有自主知识产权的电子政务行业应用软硬件产品及解决方案，主要产品应用于国家保密局、工信部、最高人民检察院等多个部委。航天开元依托航天科工的资源优势，在安全可靠应用领域特别是国家电子政务应用方面拥有先进的安全可靠技术和产品，并在智能文件交换行业拥有较强的竞争力，主要为中办、各大部委、省委提供产品和服务，拥有稳定的客户资源和成熟的产品；OFD 版式软件办公套件客户端部署规模超过 8 万台，移动端超过 160 万的数量在国内 OFD 版式技术领域达到领先地位。

依托公安部和航天科工集团优势打造网络信息安全国家队，将成为公司业务重要增长级。公司立足国家网络安全需求，重点以公安、网信、运营商和航天科工集团网络安全需求为牵引，同步辐射军队、大型企业集团单位，实现业务协同发展，形成网络信息安全系统解决方案，在公安部大力推动信息化建设成立大数据局以及网络安已成为中央企业负责人经营业绩考核指标的时代背景下，预计网络信息安全业务将成为公司的重要业绩贡献点。根据业绩承诺 2020 年 3 家子公司合计实现净利润 1.68 亿元，或将大概率完成。此外公司提出要完善网络空间安全产业布局，加速外延式发展。

表 2：锐安科技等三家公司业绩承诺，扣非归母净利润（万元）

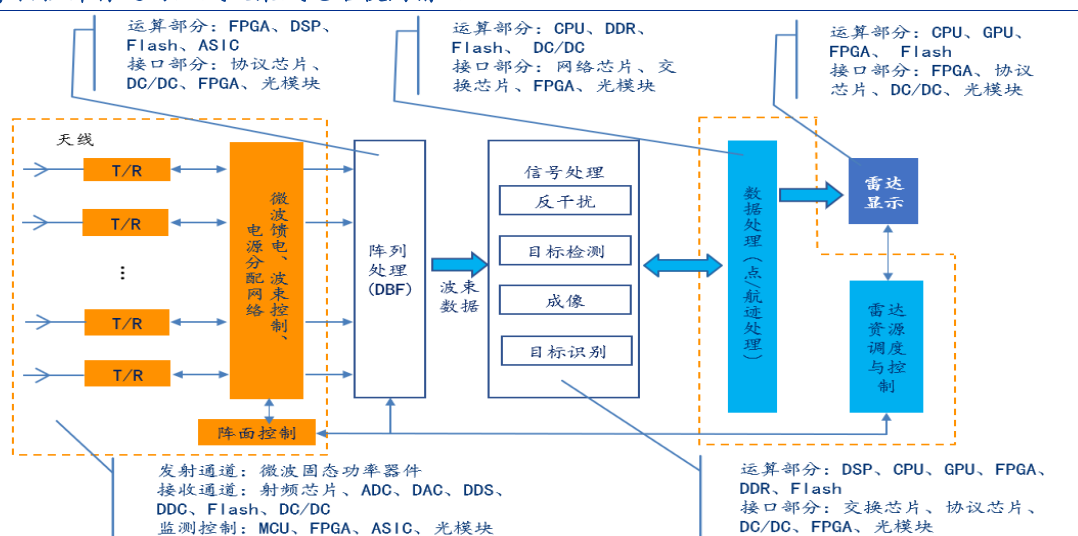
	作价/亿元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
锐安科技	22.23	16,000	19,710	23,200	26,500	—
壹进制	2.70	1,500	1,880	2,350	2,930	3520
航天开元	2.26	1,250	1,560	1,980	2,400	2640
合计（锐安 100%）	26.96	18,750	23,150	27,530	31,830	—
合计（锐安 43.34%）	14.60	9,684	11,982	14,385	16,815	—

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 投资设立微系统研究院，微系统业务或逐步做实

成立微系统研究院，有望保持高速增长。目前以军工集团和院校为代表在维护国家网络信息安全方面具有先天优势，经过多年国家政策、资金扶持，其在推进国产化替代与自主可控方面积累了不少关键核心技术，并面临较好的发展机遇。公司公告与集团内相关单位共同投资设立微系统研究院，注册资本 10 亿元，围绕航天科工市场，着力推进雷达和弹载系统的微小型化、芯片化及综合化，实现核心部件的自主可控，目前已完成工商登记，有望成为航天科工集团微系统领域的支撑单位，根据 2019 年报，微系统研究院虽 2018 年 11 月成立，2019 年已经实现收入 1.39 亿，考虑到当前基数较低以及自主可控的需求，有望继续保持高速增长。

图 2：典型数字相控阵雷达的组成及集成电路使用情况



资料来源：集成电路产业全书，安信证券研究中心

4. 指控通信业务存在业绩弹性，正处业务转型阶段

指控通信业务不断转型，有望实现恢复性增长。重庆金美是我国军用战术通信系统核心设备提供商，当前公司持股比例 69.23%。根据年报，通信指控业务方面，公司正稳步推进多个重大项目，积极推进无人平台蜂群作战数据链总体技术论证，完成“飞云工程”、“虹云工程”重大工程项目研制，向空间信息应用产业延伸，在巩固现有战役战术通信系统基础上，开发新一代指控信息系统技术，大力拓展军兵种和专网通信市场。此外，公司已顺利通过航天科工集团针对重庆 5G 产业发展立项批复，为军用通信产业升级发展奠定坚实基础。考虑到互联互通或是军队信息化建设的重中之重，公司指控通信业务有望实现恢复性增长。

表 3：公司指控通信业务进展历程

2017	多项通信装备成功中标，夯实了战术通信领域优势地位；完成两项重大工程项目研制，通信网络技术中心获航天科工批复设立以深化数据链技术和网链融合
2018	通信指控业务成功签订某兵工通信网络控制单元，通信指挥车等项目，陆军指控车统型设备完成了正样鉴定审查，通信车统型设备完成了出厂鉴定审查；商业航天项目完成无人机通信载荷上装工作，正在等待进行带飞试验；并深入开展四位一体网络信息系统论证工作。
2019	稳步开展“飞云工程”宽带通信载荷、“虹云工程”地面信关站建设重大工程项目研制，实现向空间信息应用产业延伸；积极开展 5G 通信产业化论证与技术研发，推动通信产业转型升级。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 集团电子信息技术产业化集成平台，关注后续集团相关安排

打造集团电子信息技术产业化集成平台。公司以电子信息技术为核心，通过新产业布局和非核心业务剥离，业务板块逐步清晰，目前已形成电磁科技工程、网络信息安全、微系统、指控通信等几大核心主业，是航天系统纯正的国防信息化标的。6月10日，航天科工集团党组书记、董事长高红卫到航天发展调研时指出，要重点做好“十四五”规划，服务集团公司、服务全国、服务全球，把航天发展建设成为电子信息技术产业化集成平台，成为集团公司新的增长极。当前，集团及相关方合计持有公司 21.59% 股权，持股比例仍较低，或有望承接集团相关资产，持续关注后续相关安排。

6. 投资逻辑：导弹储备与实战化训练有望带动业绩快速增长

1) 电子蓝军龙头，导弹储备与实战化训练核心受益标的。以火箭军、空军等导弹为代表的武器装备不断推陈出新及我军实战化训练增加，各型武器系统及装备均面临实战化条件下的测试、试验、标校、评估和训练问题，将不断带动电子蓝军业务测试保障需求增加，子公司南京长峰作为电子蓝军及电磁安防领域龙头企业，2019 年实现收入（18.40 亿元，+17%），利润（3.15 亿元，+70%），考虑公司电磁科技业务较为稀缺，有望核心受益于导弹上量及实战化训练等带来项目系统化、大型化及高附加值化，预计将保持高速增长。

2) 打造网络安全国家队，或将成为公司重要业绩贡献点。公司立足国家网络安全需求，重点以公安、网信、运营商和航天科工集团网络安全需求为牵引，根据业绩承诺，2020 年网络安全三家子公司将合计实现净利润 1.68 亿元，在疫情影响、公安部大力推动信息

化建设成立大数据局以及网络安全已成为中央企业负责人经营业绩考核指标的时代背景下，预计将大概率超额完成业绩承诺，网络信息安全业务将、有望成为公司的重要业绩贡献点，此外，根据重组报告，公安部三所持有锐安科技 54% 股权，公司也将推动尽快取得锐安科技的控制权，关注后续进展。

3) 投资设立微系统研究院，微系统业务或逐步做实。公司公告联合集团相关单位共同设立微系统研究院，注册资本 10 亿元，将成为集团微系统领域的支撑单位，依托航天科工市场，着力推进雷达和弹载系统的微小型化、芯片化及综合化，实现核心部件的自主可控。微系统研究院虽 2018 年 11 月成立，2019 年已经实现收入 1.39 亿，考虑到当前基数较低以及自主可控的需求，有望继续保持高速增长。

4) 指控通信业务不断转型，有望实现恢复性增长。当前公司在通信指控业务领域正稳步推进多个重大项目，积极推进无人平台蜂群作战数据链总体技术论证，完成“飞云工程”、“虹云工程”重大工程项目研制，向空间信息应用产业延伸，并顺利通过航天科工集团针对重庆 5G 产业发展立项批复，为军用通信产业升级发展奠定坚实基础，考虑到互联互通或是军队信息化建设的重中之重，公司指控通信业务有望实现恢复性增长。

5) 集团电子信息技术产业化集成平台，关注后续集团相关安排。6 月 10 日，集团董事长高总指出要将公司建设成集团电子信息技术产业化集成平台，成为集团公司新的增长极。当前，集团及相关方合计持有公司 21.59% 股权，持股比例仍较低，持续关注后续集团相关安排。

投资建议：公司内生与外延并重，是被低估的纯正国防信息化标的，也是集团“电子信息技术产业化集成平台”。公司以电子信息为核心，其中电磁科技业务较为稀缺，高速发展；通过收购锐安科技等，依托航天科工集团和公安部三所打造网络信息安全国家队，贡献业绩增量；成立微系统研究院，实现核心部件自主可控，发展可期。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 9.39、11.77、14.13 亿元，对应 PE 分别为 26、21、17 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：业务发展低于预期；收并购等资产整合进程不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,515.8	4,039.3	5,205.4	6,695.2	8,518.3	成长性					
减:营业成本	2,369.8	2,557.2	3,222.1	4,139.0	5,234.5	营业收入增长率	49.6%	14.9%	28.9%	28.6%	27.2%
营业税费	20.5	14.9	26.0	40.2	55.4	营业利润增长率	65.9%	39.5%	41.2%	26.4%	19.9%
销售费用	75.4	120.8	171.8	241.0	315.2	净利润增长率	62.3%	50.6%	39.2%	25.2%	20.1%
管理费用	250.6	273.7	713.1	1,051.1	1,482.2	EBITDA 增长率	131.4%	34.9%	-6.1%	23.5%	18.4%
财务费用	16.8	5.9	-1.6	-7.9	-9.6	EBIT 增长率	154.6%	37.8%	-6.7%	25.9%	19.9%
资产减值损失	26.3	-3.6	25.9	25.7	25.8	NOPLAT 增长率	73.3%	34.9%	42.9%	24.5%	18.6%
加:公允价值变动收益	-	18.2	-74.0	12.3	16.5	投资资本增长率	44.7%	17.4%	7.5%	12.9%	4.2%
投资和汇兑收益	97.6	105.5	147.7	199.4	269.2	净资产增长率	27.3%	13.3%	12.6%	12.7%	13.0%
营业利润	569.4	794.5	1,121.7	1,417.9	1,700.6	利润率					
加:营业外净收支	-18.8	-1.2	-3.8	-7.9	-4.3	毛利率	32.6%	36.7%	38.1%	38.2%	38.6%
利润总额	550.6	793.3	1,118.0	1,410.0	1,696.3	营业利润率	16.2%	19.7%	21.5%	21.2%	20.0%
减:所得税	42.9	70.8	78.3	112.8	152.7	净利润率	12.7%	16.7%	18.1%	17.6%	16.6%
净利润	448.3	675.3	939.7	1,176.7	1,412.6	EBITDA/营业收入	27.7%	32.5%	23.7%	22.8%	21.2%
						EBIT/营业收入	24.8%	29.7%	21.5%	21.1%	19.9%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	64	59	47	33	23
货币资金	1,909.2	1,687.9	2,186.3	2,812.0	3,577.7	流动营业资本周转天数	115	152	161	169	163
交易性金融资产	-	111.0	37.0	49.4	65.8	流动资产周转天数	471	473	453	450	446
应收账款	1,462.8	2,285.7	2,630.5	3,878.7	4,403.0	应收账款周转天数	128	167	170	175	175
应收票据	489.2	541.2	744.5	907.7	1,218.6	存货周转天数	62	65	66	65	61
预付账款	234.3	252.6	548.9	369.2	784.1	总资产周转天数	868	900	795	705	643
存货	688.0	764.1	1,151.3	1,263.1	1,615.9	投资资本周转天数	479	536	466	400	340
其他流动资产	96.0	83.9	64.7	81.5	76.7	投资回报率					
可供出售金融资产	92.9	-	71.7	54.8	42.2	ROE	6.5%	8.6%	10.7%	12.0%	12.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	6.7%	8.6%	9.2%	9.4%
长期股权投资	797.7	1,067.3	1,067.3	1,067.3	1,067.3	ROIC	14.1%	13.2%	16.0%	18.6%	19.5%
投资性房地产	122.7	117.9	117.9	117.9	117.9	费用率					
固定资产	615.7	707.6	644.9	582.1	519.3	销售费用率	2.1%	3.0%	3.3%	3.6%	3.7%
在建工程	146.9	15.8	15.8	15.8	15.8	管理费用率	7.1%	6.8%	13.7%	15.7%	17.4%
无形资产	443.8	534.4	483.9	433.3	382.7	财务费用率	0.5%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	2,228.6	2,691.5	2,377.7	2,430.4	2,498.6	三费/营业收入	9.7%	9.9%	17.0%	19.2%	21.0%
资产总额	9,327.7	10,861.0	12,142.2	14,063.2	16,385.6	偿债能力					
短期债务	465.1	722.5	222.2	430.5	509.8	资产负债率	22.5%	24.6%	24.0%	26.1%	28.3%
应付账款	1,137.7	1,156.1	1,873.1	1,851.6	2,924.1	负债权益比	29.1%	32.6%	31.6%	35.3%	39.4%
应付票据	241.3	455.0	244.5	700.9	551.6	流动比率	2.38	2.19	2.57	2.81	2.56
其他流动负债	203.1	284.9	524.7	348.6	595.6	速动比率	2.05	1.90	2.17	2.43	2.21
长期借款	-	-	-	282.8	-	利息保障倍数	51.90	204.04	-695.35	-177.41	-176.23
其他非流动负债	53.0	53.2	52.8	53.0	53.0	分红指标					
负债总额	2,100.2	2,671.7	2,917.3	3,667.3	4,634.0	DPS(元)	-	0.09	0.18	0.30	0.48
少数股东权益	359.2	367.6	467.6	588.1	719.1	分红比率	0.0%	20.9%	7.0%	9.3%	12.4%
股本	325.2	365.6	365.6	365.6	365.6	股息收益率	0.0%	0.6%	1.2%	2.0%	3.2%
留存收益	6,596.8	7,445.9	8,391.7	9,442.1	10,666.9						
股东权益	7,227.4	8,189.3	9,224.9	10,395.9	11,751.6						
						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	507.7	722.6	939.7	1,176.7	1,412.6	EPS(元)	0.28	0.42	0.59	0.73	0.88
加:折旧和摊销	103.9	115.5	113.4	113.4	113.4	BVPS(元)	4.28	4.87	23.95	26.83	30.18
资产减值准备	26.3	79.0	-	-	-	PE(X)	54.4	36.1	26.0	20.7	17.3
公允价值变动损失	-	-18.2	-74.0	12.3	16.5	PB(X)	3.6	3.1	0.6	0.6	0.5
财务费用	32.9	24.6	-1.6	-7.9	-9.6	P/FCF	-18.5	-771.1	64.4	8.2	6.2
投资损失	-97.6	-105.5	-147.7	-199.4	-269.2	P/S	6.9	6.0	1.1	0.8	0.7
少数股东损益	59.4	47.3	100.0	120.5	131.0	EV/EBITDA	1.2	1.8	3.1	2.4	1.5
营运资金的变动	-423.9	-1,222.8	-287.6	-1,064.2	-511.2	CAGR(%)	36.7%	28.8%	49.9%	36.7%	28.8%
经营活动产生现金流量	186.7	38.8	642.1	151.4	883.4	PEG	1.5	1.3	0.5	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-243.1	-1,083.3	224.1	191.6	249.0	ROIC/WACC	1.4	1.3	1.5	1.8	1.9
融资活动产生现金流量	-128.3	355.8	-367.9	282.8	-366.7	REP	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

冯福章、张傲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111
范洪群		深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
黎欢		深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
杨萍		深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034